

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

tanq@ghzq.com.cn

证券分析师：杨雪 S0350515040001

0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

现金牛主业受益行业集中度提升，环保转型值得期待

——新界泵业（002532）动态研究

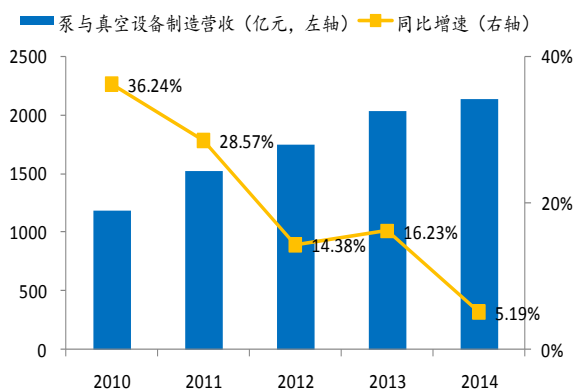
投资要点：

随着国家政策推动水利、节水灌溉、水污染防治领域发展，水泵行业增速将得以维持，公司凭借优势，有望受益于水泵行业市场集中度提升。公司水泵业务净利润一直维持较高增速水平，有效支撑公司当前估值。公司提出向环保方向转型的战略规划，并已收购环保公司，设立并购基金并投资相关标的，未来公司环保外延值得期待，而公司较好的财务状况、充沛的现金流及较高实际控制人持股比例也为公司外延扩张奠定基础。公司非公开发行底价 12.37 元/股以及实际控制人、高管增持均价 11.47 元/股为公司提供安全边际参考。

一、泵行业：千亿市场，集中度有待提升

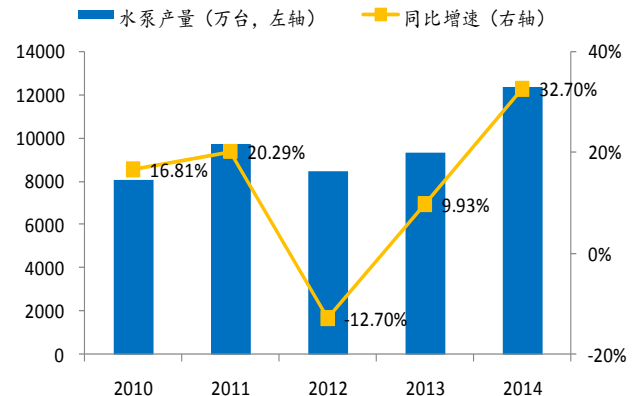
泵行业市场规模超过千亿。根据国家统计局数据，2014 年，我国泵与真空设备企业主营业务收入合计达到约 2140.52 亿元，而根据中商产业研究院数据，2014 年水泵行业整体市场规模约为 1795 亿元，泵行业市场规模超过千亿。2009-2014 年，我国水泵产量复合增速约为 8.90%，泵与真空设备营业收入同比增速为 12.45%。

图 1：我国泵与真空设备营收与同比增速



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 2：我国水泵产量与同比增速



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

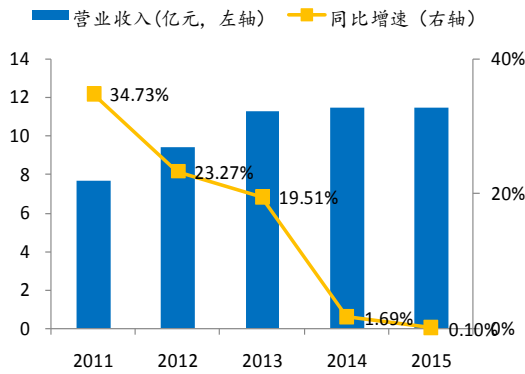
水利、节水灌溉、环保政策未来有望助力行业增长。我们认为，未来泵与真空设备行业增速有望维持，2015 年政府工作报告指出，要大力开展水利工程建设，已开工的 57 个重大水利工程要加快实施，2015 年再开工 27 个项目，在建重大水利工程投资规模将超过 8000 亿元。另外，在节水灌溉方面，2015 年中央一号未见与十三五规划建议中，提到加快推进现代灌区建设，加强小型农田水利基础设施建设，全面实施区域规模化高效节水灌溉行动。此外，随着水十条逐步落实，节能环保领域对水泵需求有望保持高速增长。我们认为，国家政策有望助力水泵行业增速维持。

目前我国水泵行业市场集中度低，未来有望逐步提升。目前我国水泵行业市场集中度仍处于较低水平，2014年，我国三家主要水泵上市公司，利欧股份、新界泵业、中金环境（南方泵业）水泵类业务主营业务收入分别为14.25、9.69与13.44亿元，三者合计占2014年水泵市场规模比例约为2.08%，仍处于市场集中度较低水平。反观世界范围内，根据McIlvaine公司报告，2002年，世界泵业前5家制造厂商产值约占世界泵业总产值的22%，前10家产值占比约为31%，集中度远高于国内水平。我们认为，水泵行业由于产品标准性与通用性较强，未来具备技术与规模化优势的企业，有望凭借良好的产品质量与品牌，以及规模化生产带来的成本优势，逐步扩大市场份额，完成整合。根据国家统计局数据，2010年，我国泵与真空设备企业家数达到高峰1732家，而2014年，我国泵与真空设备企业家数回落至1306家，同比降低24.60%，部分企业逐步淘汰。我们认为，未来优势企业市场份额有望扩大。

二、公司净利润保持较高增速，现金流量充沛

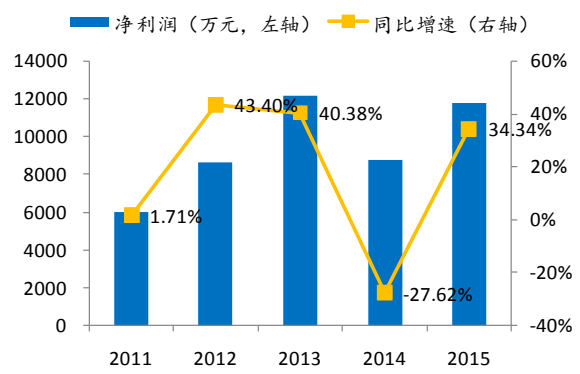
新界泵业被评为中国水泵行业领军品牌，产品包括农用水泵、生活水泵与污水泵等。其中农用水泵联系多年市场销量为国内第一，近年来，公司产品毛利率稳步提升，公司近年来净利润保持较高增速，未来随着国家政策支持，与水泵行业集中度提升，公司收入与利润规模有望保持较高增速。

图 3：公司主营业务收入与同比增速



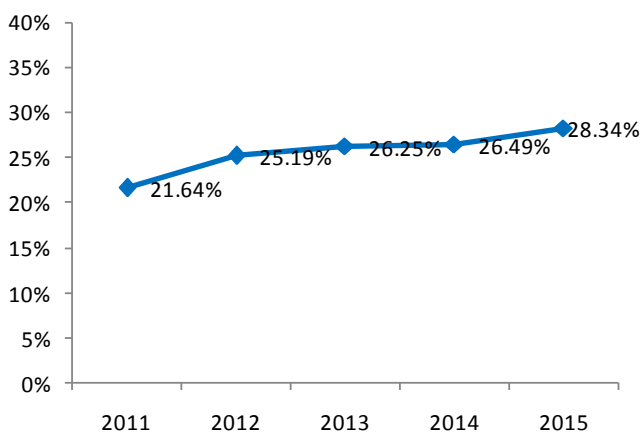
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：公司净利润与同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：水泵业务毛利率



资料来源：wind，国海证券研究所

三、收购环保标的，成立并购基金外延有望加速

(1) 强调环保战略方向，收购博华环境初步试水环保领域

公司明晰未来环保战略布局，在 2015 年年报中明确提出，在环保产业，主要围绕污水处理、固废/危废处理、环保设备等方面开展，着力打造高质量、高效率、高效益的环保平台；深入挖掘潜在投资机会，寻找具备高成长性的投资标的进行投资。公司于 2012 年收购博华环境，初步试水环保领域。截至 2015 年底，公司持有博华环境 60% 股权，博华环境先后以 PPP、BOT、BOO、TOT、BT、委托运营等投资模式，开发国内二十多个市政、工业污水处理项目以及数百个上游企事业单位的实际污水治理案例，涉足包括化工、医药、造纸、印染、制革等领域。根据公司非公开发行方案，目前博华环境具多个在手 PPP 项目。

表 1: 博华环境募投项目

项目名称	总投资额
云和座城市污水处理厂 TOT&BOT 项目	3,530
苍南县纺织产业提升园 15000t/d 废水处理 BOO 项目	6,500
陇西县污水处理厂扩建工程 PPP 项目	6,700

资料来源：国海证券研究所

(2) 参与两支并购基金，已投资多家环保公司

为支持外延发展，投资新领域，公司公告已成立两支并购基金，分别为广发信德新界泵业产业投资基金，以及珠海广发信德环保产业投资基金。我们认为，公司设立并购基金将有助于支撑外延发展。其中广发信德新界泵业产业投资基金已对北京新源国能科技有限公司、黄山睿基新能源科技有限公司、湖北金科环保科技股份有限公司、广州瑞松科技有限公司进行了股权投资，主要涉足节能环保、智能制造领域。我们认为，公司成立并购基金有望加速公司外延发展。

表 2: 公司参与并购基金

公告日期	基金名称	计划规模	合作方	基金投向
2015 年 4 月	广发信德新界泵业产业投资基金	2 亿元	公司 LP 出资 4000 万; 广发信德 LP 出资总额 3900 万; 实际控制人许敏田 LP 出资总额 2000 万; 智胜投资 GP 出资 100 万。	技术设备、农业资源信息化、节能环保
2016 年 1 月	珠海广发信德环保产业投资基金	5 亿元	公司 LP 出资 5000 万; 广发信德 LP 出资 9000 万; 中山公用 LP 出资 6000 万; 基金管理公司 GP 出资 500 万元。	环保新经济

资料来源：国海证券研究所

表 3: 广发信德新界泵业产业投资基金投资标的

投资标的公司	标的公司介绍
北京新源国能科技有限公司	集团下辖枫科(北京)膜技术有限公司等多家子公司, 主营业务为水环境系统解决方案、膜法城市给排水处理及污水资源化、生态修复、污泥处理与土壤修复
黄山睿基新能源科技有限公司	主营业务为太阳能跟踪系统的研究、开发、运维及云智慧服务

湖北金科环保科技股份有限公司	主营业务为再生资源（废旧电器电子产品、废旧家电、废旧机电设备及部件、废旧塑料、废五金电器、废电线电缆和废电机）回收、储存与综合循环利用。
广州瑞松科技有限公司	业务涵盖机器人、智能技术、高端智能装备领域的研发、制造、应用和销售，为客户提供一整套柔性化、智能化系统整体技术解决方案。

资料来源：标的公司网站、国海证券研究所

（3） 现金流量充裕、实际控制人持股比例高未来有望支撑公司并购

公司水泵产品销售现金回收情况良好，公司现金流量一直维持较充裕水平，2015年，公司经营活动净现金流量为1.07亿元，占净利润比重约为91.10%，现金流量充沛。另外，公司目前负债水平较低，截至2015年年报，公司资产负债率仅21.01%，财务状况较好。目前，公司实际控制人许敏田通过直接持股，及配偶杨佩华通过欧豹国际间接持股，合计持有公司39.60%的股份。考虑到公司现金流量较好负债较低，且实际控制人持股比例较高未来较少存在稀释问题，未来公司通过现金或非公开发行进行并购均具备空间。

图 6：公司经营活动净现金流/净利润

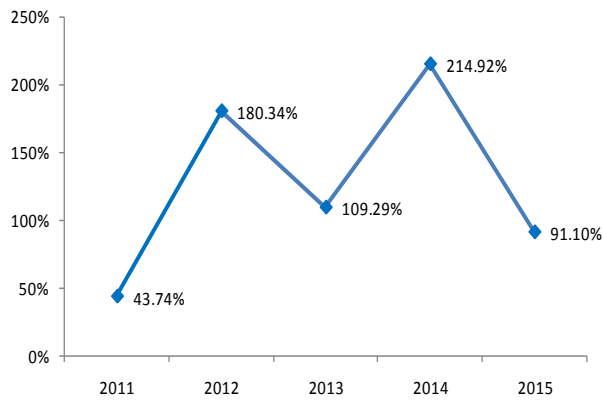
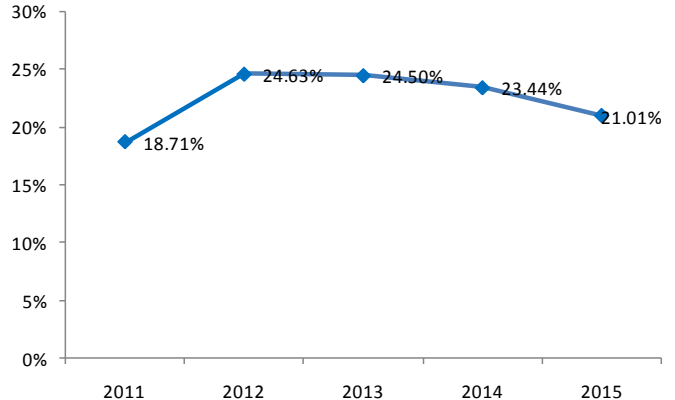


图 7：公司资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

四、小市值具备安全边际

公司当前市值不足50亿元。目前，公司拟进行非公开发行不超过2667.74万股，募集资金不超过3.3亿元，用于环保项目建设与水泵技改，非公开发行价格不低于12.37元/股。另一方面，从2015年7月至2015年9月，公司实际控制人与高管通过二级市场累计增持公司股份883.97万股，合计增持金额约为10,140.50万元，增持均价为11.47元/股，体现公司实际控制人与高管信心。我们认为，相应价格为我们提供参考，奠定公司安全边际。

五、盈利预测与投资评级

我们认为，随着国家政策推动水利、节水灌溉、水污染防治领域发展，水泵行业增速将得以维持，另一方面公司凭借优势有望受益于水泵行业市场集中度提升。公司水泵业务净利润一直维持较高增速水平，有效支撑公司当前估值。公司提出向环保方向转型的战略规划，并已收购环保公司，设立并购基金并投资相关标的，未来公司环保外延值得期待，而公司较好的财务状况、充沛的现金流及较高实际控制人持股比例也为公司外延扩张奠定基础。公司非公开发行底价 12.37 元/股以及实际控制人、高管增持均价 11.47 元/股为公司提供安全边际参考。暂未考虑非公开发行，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.46、0.57、0.70 元，对应当前股价 PE 分别为 29.20、23.85、19.29 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 非公开发行尚需证监会审核; 环保并购低于预期; 宏观经济下行风险。

表 4: 主要财务指标预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	1146	1447	1797	2234
增长率 (%)	0%	26%	24%	24%
净利润 (百万元)	118	149	182	225
增长率 (%)	34%	26%	22%	24%
摊薄每股收益 (元)	0.37	0.46	0.57	0.70
ROE (%)	9.18%	10.79%	12.22%	13.81%

数据来源: 国海证券研究所

盈利预测表 (暂未考虑非公开发行)

证券代码:	002532.SZ				股票价格:	13.50	投资评级:	增持		日期:	2016/6/14	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E			
盈利能力					每股指标							
ROE	9%	11%	12%	14%	EPS	0.37	0.46	0.57	0.70			
毛利率	27%	28%	28%	28%	BVPS	3.76	4.14	4.62	5.20			
期间费率	17%	18%	19%	19%	估值							
销售净利率	10%	10%	10%	10%	P/E	36.81	29.20	23.85	19.29			
成长能力					P/B	3.59	3.26	2.92	2.59			
收入增长率	0%	26%	24%	24%	P/S	3.78	3.00	2.41	1.94			
利润增长率	34%	26%	22%	24%								
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E			
总资产周转率	0.71	0.81	0.92	1.02	营业收入	1146	1447	1797	2234			
应收账款周转率	7.49	7.49	7.49	7.49	营业成本	835	1045	1297	1612			
存货周转率	3.91	3.91	3.91	3.91	营业税金及附加	7	8	10	13			
偿债能力					销售费用	70	92	116	144			
资产负债率	21%	23%	24%	26%	管理费用	130	170	212	265			
流动比	1.91	1.67	1.72	1.79	财务费用	(12)	(1)	(1)	(1)			
速动比	1.27	0.98	0.99	1.03	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0			
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	110	132	162	200			
现金及现金等价物	163	63	60	74	营业外净收支	21	0	0	0			
应收款项	153	193	240	298	利润总额	132	132	162	200			
存货净额	214	270	335	416	所得税费用	16	16	20	24			
其他流动资产	102	129	160	199	净利润	116	116	142	176			
流动资产合计	632	655	795	987	少数股东损益	(2)	(32)	(40)	(49)			
固定资产	503	553	627	685	归属于母公司净利润	118	149	182	225			
在建工程	93	173	163	163	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E			
无形资产及其他	206	206	185	164	经营活动现金流	107	93	107	119			
长期股权投资	12	12	12	12	净利润	116	116	142	176			
资产总计	1626	1779	1963	2191	少数股东权益	(2)	(32)	(40)	(49)			
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	54	71	76	81			
应付款项	155	195	242	301	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	80	101	125	155	营运资金变动	(60)	(61)	(72)	(89)			
其他流动负债	96	96	96	96	投资活动现金流	(144)	(130)	(65)	(57)			
流动负债合计	330	391	463	552	资本支出	(36)	(130)	(65)	(57)			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	11	0	0	0			
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(119)	0	0	0			
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流	(63)	(24)	(30)	(37)			
负债合计	342	403	474	563	债务融资	0	0	0	0			
股本	321	321	321	321	权益融资	22	0	0	0			
股东权益	1284	1376	1489	1628	其它	(84)	(24)	(30)	(37)			
负债和股东权益总计	1626	1779	1963	2191	现金净增加额	(99)	(61)	13	25			

资料来源: 国海证券研究所

【环保与公用事业小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，杨雪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。